

Grécky spôsob života sa zmení

Za posledných 20 rokov deficit stále nad 3%

O histórii Grécka v eurozóne sme písali už vo februárovom komentári, a preto to teraz len zhrnieme.

Krajina sa nekvalifikovala na vstup do eurozóny v prvej vlne od 1.1.1999, keď neplnila ani jedno z piatich maastrichtských kritérií, a to ani tesne. O dva roky neskôr už kritériá splnila, hoci Európska centrálna banka a Európska komisia v Konvergenčnej správe priamo uvádzajú, že mnohé zlepšenia sú výsledkom jednorazových opatrení a je nevyhnutné vývoj maastrichtských parametrov monitorovať. To sa však nestalo. Prvé malé zemetrasenie prišlo až v roku 2004, keď audit ukázal, že deficit v hodnotenom roku 1999 dosiahol 3.4% a späťne bol upravený (zvýšený) deficit až do roku 1997. V nasledujúcich rokoch sa Grécko o znižovanie deficitu ani nesnažilo, keď mu hral do karát aj vývoj v ostatných krajinách eurozóny. Totižto, národné vlády mali zabezpečovať spoločnú fiškálnu politiku tým, že sa zaviazali svoje verejné financie smerovať k vyrovnanosti a k prebytku a hlavne neprekročiť deficit verejného rozpočtu 3% HDP. Inštitucionálne mal na to slúžiť Pakt stability a rastu, na žiadosť Nemecka zakomponovaný v maastrichtskej zmluve. Avšak, keď sa v prvých rokoch eurozóny extrémne nízke úrokové sadzby (2%) ani po oživení svetovej ekonomiky neodzrkadlili v žiaducom raste krajín, tie pristúpili k fiškálnej stimulácii nad rámec povolenia Paktu stability a rastu. Ten bol napokon v októbri 2005 novelizovaný a existujúce nadmerné deficity boli legalizované. Takto za 9 rokov od začiatku poslednej fázy EMU, od roku 1999 do roku 2007, prekročilo Holandsko kritérium raz, Nemecko a Francúzsko trikrát, Portugalsko štyrikrát, Taliansko päťkrát a Grécko zakaždým, čiže deväťkrát. Jedinou zodpovednou krajinou s obrovským verejným dlhom, ktorá vzala Pakt stability a rastu seriózne a zodpovedne a účinne znižovala dlh prostredníctvom vyrovnaných a prebytkových verejných financií, bolo Belgicko. Verejný dlh znížilo zo 122% HDP v roku 1997 na 84% HDP v roku 2007. Európske krajiny tak majú sami maslo na hlave.

Vývoj za posledné mesiace

Kríza zastihla Grécko nepripravené. Dovtedy žilo nad pomery, keď za posledných 20 rokov neplnilo maastrichtské rozpočtové kritérium ani raz. Relatívne slušný hospodársky rast tento v rámci eurozóny najväčší čistý poberateľ fondov EÚ na hlavu nevyužil na žiadne štrukturálne reformy. V roku 2009 bol naplánovaný deficit na úrovni 3.7%, avšak už v polovici roku bolo jasné, že prekročí 10% HDP. Krajina bola pre októbovými voľbami (4.10.) do parlamentu, a tak problém nemedializovala ani vtedajšia koalícia a dokonca ani opozícia, ktorá vyhrala voľby aj na sľuboch o zvyšovaní miezd štátnych zamestnancov.

Dňa 2. a 21. októbra 2009 zaslali grécke úrady notifikačné tabuľky (pravidelné správy o minulom a odhadovanom stave verejných financií), pričom v druhej správe revidovali saldo rozpočtu za rok 2008 z -5.0% na 7.7% HDP a odhad pre rok 2009 zvýšili z -3.7% na -12.5%. Agentúra Fitch znížila rating krajiny, do konca roka nasledovali Standard & Poors a Moody's. Na prelome rokov spustila Európska komisia v súlade s článkom 104c maastrichtskej zmluvy procedúru na odstránenie nadmerného deficitu. Tá zjednodušená pozostáva zo správy Európskej komisie, tá je posúdená ad hoc zriadeným Menovým výborom a následne postúpená Rade EÚ, ktorá žiada štát o nápravu, kontroluje či sankcionuje. Pod sankciami sa rozumie zverejnenie ďalších informácií pred vydaním CP podľa požiadaviek Rady, ďalej výzva pre Európsku investičnú banku na prehodnotenie úverovej politiky voči tejto krajine, žiadosť o poskytnutie bezúročného vkladu od tejto krajiny v prospech spoločenstva do doby úpravy nadmerného deficitu a môže ukladať primerané pokuty. Sankcie teda nemajú striktné prohibatívny účinok, kde napríklad by bol chronicky problémový štát pri opakovaní deficitov vylúčený zo spoločenstva.

Dňa 8.1.2010 bola na požiadanie Rady ministrov financií a hospodárstva (ECOFIN) z 10.11.2009 vydaná správa o gréckych rozpočtových a dlhových štatistikách. V správe sa konštatuje pretrvávanie zlej kvality gréckych štatistických údajov vo všeobecnosti, ktoré sú dôsledkom jednak slabšej metodológie a jednak dlhodobej nekompetentnosti, nedôslednosti, nezodpovednosti a povrchnosti gréckych inštitúcií. V správe sa konštatuje podliehanie politickým tlakom a dokonca sa implicitne uvádza, že ak bolo niekedy dôležité grécke číslo vydané bez následnej revízie, bolo to v dôsledku predchádzajúceho neverejného požiadania o opravu európskymi inštitúciami. Správa nespochybňuje len údaje o deficite a dlhu, ale dokonca aj národné účty (HDP). V správe sa uvádza, že situácia môže byť riešená len rozhodným konaním gréckej vlády.

Grécka vláda sa však hneď na začiatku vzdala akýchkoľvek ambícií riešiť problém, keď premiér Papandreu obvinil z krízy Wallstreet a podpredseda vlády (bývalý minister zahraničných vecí) Pangalos dokonca začal nahlas a mimoriadne hlúpo uvažovať o nemeckom fiktívnom dlhu z nacistickej okupácie Grécka v hodnote 70 mld. EUR. Tým definitívne znechtivil nemeckých voličov a zastavil akúkoľvek nemeckú vládnú ústretovosť. Navyše, pravdepodobne Nemci s podielom 15% tvoria po Britoch druhú najpočetnejšiu skupinu návštevníkov krajiny. Ambície riešiť problém sa vzdali aj grécki obyvatelia, ktorí vyšli do ulíc. Na začiatku marca Grécko oznámilo úsporný plán za 4.8 mld. EUR (2% HDP) spočívajúci vo zvýšení základnej sadzby DPH z 19 na 21%, zvýšení spotrebných daní na alkohol a tabak, zavedení novej dane na luxusné tovary a 12% znížení odmien štátnych zamestnancov. Trh sa čiastočne upokojil. Na konci marca sa dohodla EÚ a MMF o pomoci krajine vo sume 45 mld. eur, a to v pomere 2:1. V priebehu apríla však Grécko odmietalo túto pomoc aktivovať a trh začal spochybňovať vôbec existenciu možnosti Grécko zachrániť. Požadované výnosy na ich dlhopisy začali opäť stúpať. Keď 22.4. zverejnil európsky štatistický úrad Eurostat prvý odhad deficitov a dlhov EÚ27 za rok 2009, kde zvýšil grécky deficit na 13.6% HDP (a oznámil, že zvýšenie nie je pravdepodobne konečné), na viac ako dvojnásobok priemeru eurozóny, reakcia trhov na seba nedala dlho čakať. Výnosy dvojnásobných dlhopisov stúpili len v priebehu tohto a nasledujúceho dňa o 2.5 percentuálneho bodu na 10.2%. Grécky dlh sa stal neprefinancovateľným na trhu a plne závislým na zahraničnej pomoci. Navyše, prudko začali rásť požadované výnosy na cenné papiere ďalších krajín eurozóny a agentúry znižujú ratingy Portugalska a Španielska.

Podľa údajov z Eurostatu bol grécky verejný dlh na konci roka 2009 vo výške 273 mld. EUR, t.j. 115% z HDP v bežných cenách v sume 237 mld. EUR. Podľa gréckej Agentúry pre riadenie dlhu na primárnom trhu (pri prvom nákupe dlhopisov) získalo v rokoch 2005 – 2010 najvyšší podiel Grécko (30%), nasledované Veľkou Britániou a Írskom s 23%. Ďalej, 43% získali banky a 22% podielové fondy. Až 98.5% dlhu bolo v EUR a zvyšok najmä v JPY (tieto úvery pochádzajú ešte z obdobia pred vstupom Grécka do eurozóny). Pochopiteľne, teraz je štruktúra po predajoch na sekundárnom trhu mierne iná. Pokiaľ ide o splatnosť dlhopisov, v tomto roku je splatných ešte 8.5 mld. EUR, v nasledujúcom roku 22 mld. EUR a v roku 2012 30 mld. EUR.

Niekoľko scenárov

Namodelujeme teraz tri scenáre ďalšieho vývoja. V prvom scenári predpokladáme, že Grécko bude pokračovať v rozhodovacej fiškálnej politike, s vysokými deficitmi, ale aj s relatívne vysokým hospodárskym rastom. Predpokladáme na rok 2010 rast nominálneho HDP na úrovni 3% a neskôr 6% ročne, s konštantnou úrokovou mierou 5% p.a. (ako výsledok zahraničnej pomoci). Predpokladáme aj to, že ročne sa prefinancuje ¼ starého a aj celý nový verejný dlh vzniknutý v tom roku. Takto bude primárny deficit (výsledok bežného hospodárenia) ďalej mierne rásť, rovnako splátky

úrokov. Postupne, v absolútnych číslach, sa budú zvyšovať aj verejné príjmy a verejné výdavky. Potom, aby boli verejné financie udržateľné, deficit by sa musel o niekoľko rokov vyšplhať k 20% a ešte v roku 2020 by bol nad 15%. Vtedy by aj krajina prekročila 200% - nú hranicu podielu dlhu na HDP a dlh by ďalej rástol. Vývoj by bol neudržateľný. V rokoch 2010 – 2012 by bolo potrebných prefinancovať 140 mld. EUR nového dlhu a 230 mld. EUR starého dlhu (ak zoberieme, že ročne sa prefinancuje štvrtina starého dlhu), spolu teda 370 mld. EUR.

Druhý scenár počítá s miernym šetrením, približne tak ako to doteraz navrhovala grécka vláda. Uťahovanie „fiškálneho opasku“ by bolo mierne, ale dlhodobé. V tomto scenári by grécky reálny HDP stagnoval a nominálny by bol ročne na 2%. Úroková miera by bola pre celé obdobie tiež 5%. Potom, by reálne verejné príjmy stagnovali a nominálne by rástli len na úrovni inflácie (deflátora). V tomto roku by bol deficit na vrchole 16% a potom by sa postupne znižoval a maastrichtské 3% by dosiahol až v roku 2019. Podiel verejného dlhu na HDP by prekročil 200% v roku 2018 a zároveň by to bol jeho vrchol. Tento scenár očakáva dlhodobé šetrenie a dlhodobú pomoc pri udržateľnosti 5% úrokovej sadzby. V oboch prípadoch je to vysoko nepravdepodobné. Na nasledujúce tri roky by bolo potrebné prefinancovať 120 mld. EUR nového a 230 mld. starého dlhu, spolu 350 mld. EUR. Pri významných

spoločenských nákladoch na oboch stranách by sa situácia oproti prvému scenáru veľmi nezmenila.

Podľa tretieho scenára Grécko uskutoční radikálne reformy, ktoré by napríklad rapídne škrtali mzdy a penzie. Nominálny HDP by sa v roku 2010 znížil povedzme o 5%, v roku 2011 o 10%, v roku 2012 o 5% a v roku 2013 by sa medziročne nezmenil. Potom by ďalej rástol o 5% ročne. Verejné príjmy a verejné výdavky by sa v prvej fáze prudko znížili (v podstate vrátili do roku 2005). Verejný dlh by sa prefinancovával stále za 5% - spočiatku ako dôsledok pomoci a neskôr, povedzme od roku 2013 by takúto štvorročnú úrokovú sadzbu pravdepodobne akceptoval aj trh. Celkový deficit by bol síce ešte v tomto a nasledujúcom roku na úrovni 15%, avšak už od roku 2014 by mohol byť na úrovni maastrichtských 3 percent. Verejný dlh by už v roku 2013 dosiahol 200% HDP, čo by bol v podstate vrchol. Zároveň by sa začal tvoriť prebytok z bežného verejného hospodárenia (primárny prebytok). Aj tak by bol verejný dlh ešte v roku 2020 na úrovni 160% HDP. Tento scenár počítá s rapidnými, ale relatívne krátkymi spoločenskými nákladmi. V rokoch 2010 – 2012 by bolo potrebných prefinancovať 80 mld. EUR nového a 230 mld. EUR starého dlhu, spolu 310 mld. EUR.

Štvrtý scenár počítá s odmietnutím reforiem a zároveň s odmietnutím pomoci. V takomto prípade by Grécko muselo vyhlásiť bankrot.

1. scenár - pokračovanie doterajšieho vývoja													
	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Nominálny HDP (v bežných cenách)													
rast r/r	5.6%	-0.7%	3.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%
v mld. EUR	239.1	237.5	244.6	259.3	274.9	291.4	308.8	327.4	347.0	367.8	389.9	413.3	438.1
Rozpočtový deficit													
podiel na HDP	-7.7%	-13.6%	-17.3%	-18.1%	-18.6%	-19.1%	-18.9%	-18.5%	-18.1%	-17.7%	-17.3%	-16.9%	-16.5%
v mld. EUR	-18.3	-32.3	-42.3	-46.9	-51.1	-55.6	-58.4	-60.6	-62.8	-65.1	-67.5	-69.8	-72.3
Hrubý verejný dlh													
podiel na HDP	99.2%	115.1%	125.0%	134.2%	143.7%	153.1%	162.5%	171.1%	178.9%	185.8%	192.0%	197.4%	202.2%
v mld. EUR	237.2	273.4	305.7	348.0	395.0	446.1	501.7	560.1	620.7	683.5	748.6	816.0	885.9
2. scenár - mierne postupné zlepšovanie fiškálnej disciplíny													
	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Nominálny HDP (v bežných cenách)													
rast r/r	5.6%	-0.7%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%
v mld. EUR	239.1	237.5	242.3	247.1	252.0	257.1	262.2	267.5	272.8	278.3	283.8	289.5	295.3
Rozpočtový deficit													
podiel na HDP	-7.7%	-13.6%	-16.0%	-15.5%	-14.8%	-14.0%	-12.8%	-11.4%	-10.0%	-8.0%	-5.5%	-3.0%	-3.0%
v mld. EUR	-18.3	-32.3	-38.8	-38.3	-37.3	-36.0	-33.6	-30.5	-27.3	-22.3	-15.6	-8.7	-8.9
Hrubý verejný dlh													
podiel na HDP	99.2%	115.1%	126.2%	139.4%	151.9%	163.4%	173.9%	183.1%	190.6%	196.7%	200.7%	202.2%	201.1%
v mld. EUR	237.2	273.4	305.7	344.5	382.8	420.1	456.1	489.6	520.1	547.4	569.6	585.3	593.9
3. scenár - radikálne reformy													
	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Nominálny HDP (v bežných cenách)													
rast r/r	5.6%	-0.7%	-5.0%	-10.0%	-5.0%	0.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%
v mld. EUR	239.1	237.5	225.6	203.1	192.9	192.9	202.6	212.7	223.3	234.5	246.2	258.5	271.4
Rozpočtový deficit													
podiel na HDP	-7.7%	-13.6%	-15%	-15%	-10%	-5%	-3%	-3%	-3%	-3%	-3%	-3%	-3%
v mld. EUR	-18.3	-32.3	-33.8	-30.5	-19.3	-9.6	-6.1	-6.4	-6.7	-7.0	-7.4	-7.8	-8.1
Hrubý verejný dlh													
podiel na HDP	99.2%	115.1%	135.5%	167.2%	191.8%	201.8%	197.0%	190.4%	184.2%	178.3%	172.7%	167.3%	162.2%
v mld. EUR	237.2	273.4	305.7	339.5	370.0	389.3	398.9	405.0	411.4	418.1	425.1	432.5	440.3

Skôr, než vyhodnotíme pravdepodobnosť jednotlivých scenárov, uvedme ďalšie viac či menej podstatné vplyvy na riešenie gréckeho problému.

1. Vôľa uskutočniť reformy v Grécku u občanov neexistuje. Podľa posledných prieskumov sú až 2/3 oslovených proti akýmkoľvek opatreniam. Zároveň, rovnaké percento si myslí, že vláda ku kríze výrazne prispela – a to napriek tomu, že problémy vláda komunikuje ako výsostne dôsledok špekulácií na finančnom trhu. V podstate od začiatku roku prebiehajú štrajky. Navyše, zatiaľ boli opatrenia len navrhované, nie prijaté. Ďalej, Gréci dokonca odmietajú aj pomoc a hlavne od MMF.

2. Vôľa uskutočniť reformy neexistuje ani u politikov. Dve hlavné politické sily – ľavicové Panhelénske socialistické hnutie a pravicová Nová Demokracia sa vo vláde striedajú od roku 1974. Ak by mali byť reformy naozaj zásadné, terajšia vládna strana (socialisti) by sa pravdepodobne navždy vzdala šance byť niekedy vo vláde. Navyše, súčasná vláda má len tesnú, 53%-nú väčšinu v parlamente. Nová demokracia má 30%, Komunistická strana 7%, Ortodoxná strana 5% a Radikálna ľavica 4%. Už teraz, pred vstupom opatrení do účinnosti, stráca vláda podporu – vo februári sa tešila podpore 55%, v apríli 47%. Klesla podpora aj pre vládnú socialistickú stranu. Premiér Papandreu je tzv. profesionálnym politikom, keď v minulosti bol aj ministrom zahraničných vecí a ministrom pre školstvo a cirkevné záležitosti. Momentálne je aj predsedom Socialistickej internacionály.

3. Zásadné reformy pravdepodobne nie je ani možné technicky uskutočniť. Prvým z dôvodov je nedostatok informácií o stave krajiny. Grécke výkazníctvo je nedôveryhodné a vláda a hlavne zahraničné kontrolujúce inštitúcie sa nemôžu spoliehať na dostatočnú kvalitu vstupných údajov a nemôžu ani hodnotiť úspešnosť reforiem. Druhým z dôvodov je nefunkčnosť inštitúcií. Napríklad 26.4. odmietlo niekoľko stoviek vojenských pilotov nastúpiť kvôli mzdovým reštrikciám do práce. Zo zákona majú zakázané štrajkovať, a tak svoju neúčast' v práci odôvodnili práceneschopnosťou. Vláda sa teda nemôže dokonca spoliehať ani na silové zložky.

4. Neexistuje verejná podpora pre pomoc Grécku v krajinách, ktoré by sa mali na pomoci podieľať a ktoré sú najväčšími čistými prispievateľmi eurozóny – v Nemecku či Holandsku. Odpor vzbudili pravdepodobne tri hlavné faktory - jednak absencia vôle uskutočniť reformy zo strany gréckej verejnosti a ich politikov, jednak sa v dôsledku vplyvu hospodárskej krízy dokázala verejnosť týchto donorských krajín uskrniť a to isté očakávajú od iných a napokon vyšší stupeň globalizácie odkláňa v porovnaní s minulosťou pozornosť od európskych záležitostí k celosvetovým.

6. Akékoľvek riešenie problému prináša straty na niektorej zo strán. Reformy by boli bolestivé pre obyvateľstvo, politickú elitu, ale napríklad by zníženie spotreby v Grécku oslabilo import z ostatných

krajín eurozóny. Naopak, pokračovanie „gréckeho spôsobu života“ by viedlo k skorému bankrotu. Straty veriteľov by boli masívne.

5. Spôsob riešenia bude „vzorovým“ aj pre ostatné krajiny eurozóny a EÚ. Ak by bolo riešenie pre Grécko pre trhy nedôveryhodné, okamžite by sa zvýšili požadované výnosy na dlhopisoch ďalších ohrozených krajín a v podstate celej eurozóny a Európskej únie. Dlh by stal na trhu neprefinancovateľným a krajiny by čelili bankrotu. Podľa odhadov

6. Úlohu zohrávajú aj partikulárne politické záujmy. Napríklad francúzsky prezident Sarkozy sa bráni širšej zaangažovanosti Medzinárodného menového fondu, pretože šéf MMF Dominique Strauss-Kahn bude pravdepodobne jeho vyzývateľom v nasledujúcich prezidentských voľbách.

Budúcnosť nie je jasná

Premenných je veľa. V každom prípade, neriešenie či „pro-forma“ riešenie by bolo katastrofou. Racionálne sa ukazujú dve možnosti.

Jedným z nich je masívna pomoc a zároveň radikálne reformy v Grécku. Výrazne by sa musela znížiť cena najvýznamnejšieho výrobného faktora v Grécku – cena práce a komplementov (škrty dôchodkov, dávok). Toto riešenie by stabilizovalo svetový finančný trh a zároveň by znížilo nerovnováhy v Grécku, zlepšilo parametre gréckej ekonomiky. Na druhej strane, aby sa grécke verejné financie dostali do trvalej udržateľnosti spoločenské náklady by boli enormné. Prudký prepád HDP by navyše v prvých rokoch prudšie znížil verejné príjmy ako verejné výdavky a dlh by sa generoval naďalej. Obrat by nastal až o niekoľko rokov. Slabinou tohto riešenia je absencia skutočného záujmu o reformy na strane Grécka a tým aj slabá vymožitelnosť a kontrolovateľnosť reforiem. Trh by musel uveriť, že riešenie je naozaj efektívne a že primárny deficit sa bude

dostatočne znižovať. Ak by sa napokon reformy ukázali ako neúčinné, zemetrasenie na finančnom trhu by na seba nenechalo dlho čakať. Reštrukturalizácia dlhu a predĺženie jeho splatnosti na povedzme 30 rokov by pomohla trh stabilizovať, ale politicky by bolav pomáhajúcich krajínach priechodná len z veľkými problémami. Na nový dlh by tak Grécko v nasledujúcich troch rokoch potrebovalo približne 80 mld. EUR, na prefinancovanie celého dlhu približne 300 mld. EUR.

Druhou možnosťou je nechať Grécko zbankrotovať. Technicky pravdepodobne nie je možné z eurozóny vystúpiť, nové zostávajúce krajiny by museli založiť novú úniu a s novou menou. Grécko samo nikdy z únie nevystúpi, pretože by tým stratilo ochranný dáždnik pred dôsledkami svojej politiky v budúcnosti. Nemuselo by však uskutočniť tak výrazné opatrenia na trhu práce, pretože devalváciou meny by sa stalo aj pri neprimerane vysokých mzdách konkurencieschopnejšie. Ceny tovarov by sa však zvýšili a mzdy by museli zostať pod kontrolou. Investorov do gréckych dlhopisov by sa vrátila iba časť a téma záchranu európskeho bankového sektora by bola opätovne na stole. Vzrástli by náklady na prefinancovanie dlhov ďalších krajín s vysokou rozpočtovou nerovnováhou v Európe. Na druhej strane, eurozóna by dostal nový impulz a po odznení šoku by nadobudla dôveru nielen trhov, ale aj svojich vlastných obyvateľov.

Pravdepodobnejšou sa zdá prvá možnosť, ale mierne modifikovaná. Grécko bude uskutočňovať reformy, dostane výraznú pomoc a načas sa situácia upokojí. Reformy však nebudú stačiť a Grécko tak len bude naťahovať čas až dovtedy, kým sa deficity nestanú výrazným problémom aj veľkých financujúcich krajín. Potom by mohlo skryť pod „veľké inštitucionálne riešenia“ na úrovni eurozóny.

Richard Tóth
Hlavný ekonóm

Kontakt: Richard Tóth, Hlavný ekonóm. Tel. +421 2 3226 6661. Fax: +421 2 3226 6910.
E-mail: research@privatbanka.sk, toth@privatbanka.sk. Web: www.privatbanka.sk.

Upozornenie: Vyjadrené názory a pohľady sú stanoviskom autora v čase písania správy. Táto správa vyjadruje len všeobecné stanovisko. Žiadna informácia alebo názor nepredstavuje ponuku na nákup alebo predaj cenného papiera alebo iného finančného nástroja. Správa nie je určená na poskytovanie osobného investičného poradenstva a neberie do úvahy špecifické investičné ciele, finančnú situáciu a osobné záujmy kohokoľvek, kto by mohol túto správu prijať. Hoci sú informácie v správe považované za spoľahlivé, nie je možné zaručiť ich správnosť. Právo meniť akúkoľvek formuláciu kedykoľvek a bez upozornenia vopred je vyhradené. Hodnota cenného papiera alebo iného finančného aktíva a príslušného výnosu môže stúpať alebo klesať a návratnosť investície nie je zaručená. Výkonnosť cenného papiera alebo iného fin. nástroja v minulosti nie je zárukou alebo indikátorom výkonnosti v budúcnosti. Investície na trhoch rýchlo sa rozvíjajúcich krajín sú spravidla kvôli vyššej politickej a ekonomickej nestabilite a nerozvinutému trhu a systému rizikovejšie. Zmeny výmenných kurzov a daňový režim vplyvajú na hodnotu, cenu alebo výnos cenného papiera alebo iného finančného nástroja.